思摩尔国际

2020 年 08 月 11 日

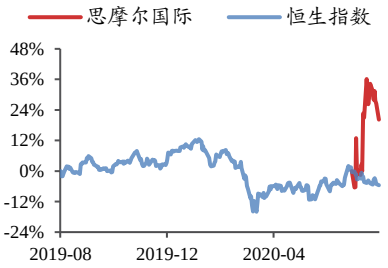
思摩尔国际与申洲国际对比研究：再探核心价值

——港股公司深度报告

投资评级：买入（维持）

日期	2020/8/10
当前股价(港元)	37.250
一年最高最低(港元)	44.850/25.050
总市值(亿港元)	2,171.55
流通市值(亿港元)	2,171.55
总股本(亿股)	58.30
流通港股(亿股)	58.30
近 3 个月换手率(%)	19.77

股价走势图



数据来源：贝格数据

相关研究报告

《港股公司信息更新报告-二季度业绩快速修复，2020H1 经调整纯利超出预期》-2020.7.20

《港股公司首次覆盖报告-乘新型烟草之东风，电子雾化设备龙头加速腾飞》-2020.7.16

吕明（分析师）
lvming@kysec.cn
证书编号：S0790520030002

● 深度对比代工龙头申洲国际，坚定看好公司的核心价值，维持“买入”评级

申洲国际十年涨幅近百倍，说明代工行业也可造就“千亿龙头”。通过深度对比，可发现思摩尔国际和申洲国际的成功均源于两点：①核心在于深度绑定行业核心客户，构筑无法取代的产业链地位；②同时又处于优质细分赛道，从而与核心客户共享行业发展红利。而在这两点上，思摩尔国际相似于申洲国际，却又在一定程度上更优，因此我们更加坚定的看好公司的核心价值。维持盈利预测不变，预计公司 2020-2022 年归母净利润为 29.76/41.93/60.11 亿元，对应 EPS 分别为 0.52/0.73/1.05 元，当前股价对应 PE 为 66/47/32 倍，维持“买入”评级。

● 要素一：均深度绑定核心优质客户，而思摩尔拥有更高的客户黏性和议价权

1）两个公司的客户均覆盖了下游有良好发展动能的核心优质品牌。申洲国际包括耐克、阿迪达斯等。思摩尔国际则覆盖了 Vuse、NJOY 等核心雾化小烟品牌。2）两家公司都依靠技术和供应链优势构建竞争壁垒，提升客户黏性。但思摩尔国际具有更高的技术壁垒，FEELM 陶瓷雾化芯技术领先优势明显且是下游客户产品的核心竞争力。并且雾化电子烟有服装行业所不存在的 PMTA 等政策壁垒。3）思摩尔国际拥有更高的议价权，具体表现为其在下游客户中的订单占比很高，在 FEELM 陶瓷雾化芯推出后毛利率快速提升，打造产品标识“FEELM inside”。

● 要素二：同处优质赛道，但雾化电子烟增速更快，雾化赛道拓展空间更大

对比两个行业，可以发现：1）服装和烟草行业均为全球市场规模超万亿美元的大行业，均有孕育快速增长细分赛道的广阔空间。2）虽然蒸汽雾化电子烟的市场规模不及运动服饰，但雾化电子烟的平均增速有明显优势，并且在整个大行业中的渗透率中有更大的上升空间（2019 年运动服饰占整体服饰规模的 24.3%，电子烟占整体规模的 4.2%）。3）从拓展空间看，申洲未来预计将继续深耕服装代工赛道。而思摩尔国际未来则有望从雾化小烟进一步医疗雾化等领域拓展。

● 风险提示：新型烟草监管政策变化、下游大客户市场开拓受阻、消费电子代工厂等竞争对手进入使市场竞争加剧等。

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	3,434	7,611	10,356	14,499	20,588
YOY(%)	119.4	121.6	36.1	40.0	42.1
归母净利润(百万元)	734	2,174	2,976	4,193	6,011
YOY(%)	288.4	196.2	36.9	40.9	43.4
毛利率(%)	34.7	44.0	44.0	44.2	44.5
净利率(%)	21.4	28.6	28.7	28.9	29.2
ROE(%)	75.7	295.8	65.3	42.9	44.6
EPS(摊薄/元)	0.13	0.38	0.52	0.73	1.05
P/E(倍)	265.4	89.6	65.5	46.5	32.4
P/B(倍)	201.0	265.0	23.2	17.5	12.3

数据来源：贝格数据、开源证券研究所（2020 年 8 月 11 日汇率，港元/人民币=0.897）

VISIT…

扫码免费领取资料

房中术(www.zuihaoziyuan.com)专注于男性增大增粗增长、阳痿、早泄、壮阳、延时、强肾、回春、健身。女性缩阴、丰胸、减肥、化妆、瑜伽、保养、产后修复、盆底肌锻炼。两性健康,夫妻按摩,房中术,性姿势,性技巧,性知识等

更多免费教程：英语学习，技能提升，PS 教学，投资赚钱，音乐教程，口才教学，情商提升，风水教学，心理学，摄影知识，幼儿学习，书法学习，记忆力提升等等.....

==========

全站课程下载

课程不断增加

本站现资源容量已超 10T

入群联系 QQ：167520299 或添加微信：1131084518（备注PDF）

扫码加微信lax988988领取资料

阳痿早泄训练
皇室洗髓功视频教学
女人驻颜术
泡妞约炮万元课程
足疗养 SPA 教材
玉蛋功
马氏回春功
房中术张丰川
哲龙全套视频
增大盼你增大
国际男优训练
亚当德永早泄训练
洗髓功真人内部
皇室养生绝学道家洗髓功
【铁牛人会员课】男人必备技能，理论讲解
实战高清视频
随意控制射精锻炼 视频+图片+文字
价值 1440 元第一性学名著<素女经房中养生
宝典视频>12 部
洗髓功修炼方法视频教学
陈见玉蛋功视频教学 女性缩阴锻炼
男性自然增大增长指南
强性健肾保健操 1-4
道家强肾系统锻炼功法
马氏回春功
12 堂课，全面掌握男性健康问题 让你重燃自信
联系微信：1131084518

1、东方性经
2、印度 17 式
3、口交技巧 3 部
4、港台性姿势 3 部
5、365 性姿势 6 部
6、泰国性爱密经 17 式
7、花花公子性技巧 6 部
8、阁楼艳星性技巧 7 部
9、古今鸳鸯秘谱全集 7 部
10、夫妻爱侣情趣瑜伽 2 部
11、古代宫廷性保健系列 14 部
12、汉唐宋元明清春宫图真人
13. 柔软性爱宝典 日本 9800 课
14. 李熙墨 3999 全套课
15. 妖精性爱课 2888
16. 李银河全套性课
17. 领统统性课
18. 德勇男性篇
19. 德勇男性篇
20. 缓慢性爱
21. 亚当多体位搭配篇
22. 亚当多体位结合篇
23. 德勇克服早泄讲座练习
24. 德勇以女性为中心得爱抚
25. 加藤鹰接吻爱抚舌技
26. 加藤鹰指技
27. 加藤鹰四十八手入门
28. 佐藤潮吹教学
29. 佐藤男人体能锻炼+保健品介绍
30. 佐藤男人早泄对抗训练
31. 阿拉伯延时训练

32. 田渊正浩秘籍
33. 异性性快感集中训练教学
34. 自我愉悦锻炼密宗
35. 铁牛全套延时训练课
36. Pc 机锻炼真人视频教学
37. 印度性经全集 8 部
38. 21 世纪性爱指南
39. 香蕉大叔男女训练馆全套
40. 中美真人性治疗教学+理论
41. 女性闺房秘术
42. 幸福玛利亚性课
43. 陈见如何释放性魅力征服
44. 性爱技巧讲座全套
45. 性爱秘籍全套
46. 性爱误区讲座
47. 性病讲解大全
48. 性博士讲座合集
49. 性健康和性高潮合集
50. 性教育讲座合集
51. 性能力课堂合集
52. 性生活问题解析合集
53. 意外怀孕和避孕处理课堂
54. 性感地带探索
55. 性技巧讲座
56. 性健康与性卫生讲座
57. 性生活专家答疑
58. 性心理与性道德合集
59. 性爱宝典合集
60. 性爱技巧合集
61. 完美性爱演示
62. 完美性爱技术讲解
更多精品等你来解锁哦.....

目 录

1、 对比代工龙头申洲国际，展望思摩尔国际的未来 4
2、 共同成功要素一：深度绑定优质核心客户 5
2.1、 客户均覆盖下游行业中具有较好发展动能的优质公司 5
2.2、 通过打造技术研发和供应链等竞争壁垒，提升客户黏性 9
2.3、 均拥有超过一般代工企业的高议价能力 14
3、 共同成功要素二：均处于优质细分赛道 16
3.1、 主赛道的高成长性：电子烟或更优于早期的运动服饰 16
3.2、 外延空间广阔：思摩尔未来有望进一步拓展下游应用领域 18
4、 投资建议 18
5、 风险提示 19
财务预测摘要 20

图表目录

图 1： 申洲国际的股价持续上涨是业绩和估值双击的结果（图为 PE-Band，右轴为 EPS，左轴为收盘价） 4
图 2： 四大客户基本占申洲国际收入的 80%以上 6
图 3： 客户服装业务稳健增长推动申洲国际持续发展 6
图 4： 2006-2019 申洲国际来自各地区的收入占比较为均衡 6
图 5： 思摩尔国际前瞻性布局陶瓷芯雾化技术 7
图 6： 2019H2，Vuse 和 NJOY 在美国的市占率明显提升 8
图 7： 2020Q1 国内消费者电子烟心智占有率 TOP5 9
图 8： 2018.4-2019.9 悦刻电子烟烟弹产量增长 160 倍 9
图 9： 日烟推出 Ploom S 9
图 10： 思摩尔源于日烟的收入保持稳定增长 9
图 11： 申洲国际专利数量提升迅速（面料研发专利及生产设备专利） 10
图 12： 申洲国际的垂直一体化生产流程缩短了生产周期 10
图 13： FEELM 陶瓷芯由陶瓷和发热膜两部分构成 12
图 14： FEELM 雾化芯性能优势突出 12
图 15： 申洲国际 NIKE 业务增速高于 NIKE 服装增速 14
图 16： 申洲国际阿迪达斯业务增速高于该客户服装增速 14
图 17： 申洲国际优衣库业务增速接近优衣库品牌增速 14
图 18： 申洲国际 PUMA 业务增速维持较高水平 14
图 19： 2019 年发布品牌标识“FEELM inside” 15
图 20： 悦刻烟弹表面有 FEELM inside 标识 15
图 21： FEELM 量产后，思摩尔毛利率快速提升 15
图 22： 2018 年后，思摩尔代工毛利率高于传统代工龙头 15
图 23： 服装行业中运动服饰行业增速较快（亿美元） 16
图 24： 烟草行业中电子烟市场规模增速最快（亿美元） 16
图 25： 运动服饰赛场耐克和阿迪达斯优势明显 17
图 26： 美国市场雾化小烟 CR3 超过 90% 17
图 27： 耐克最大的服装供应商占比逐年提升 17
图 28： 耐克服装供应商总数减少，向优质供应商集中 17

图 29： cCELL 技术适用于 CBD 等雾化 18
图 30： 陶瓷加热技术在 CBD/THC 雾化上有更好的体验 18

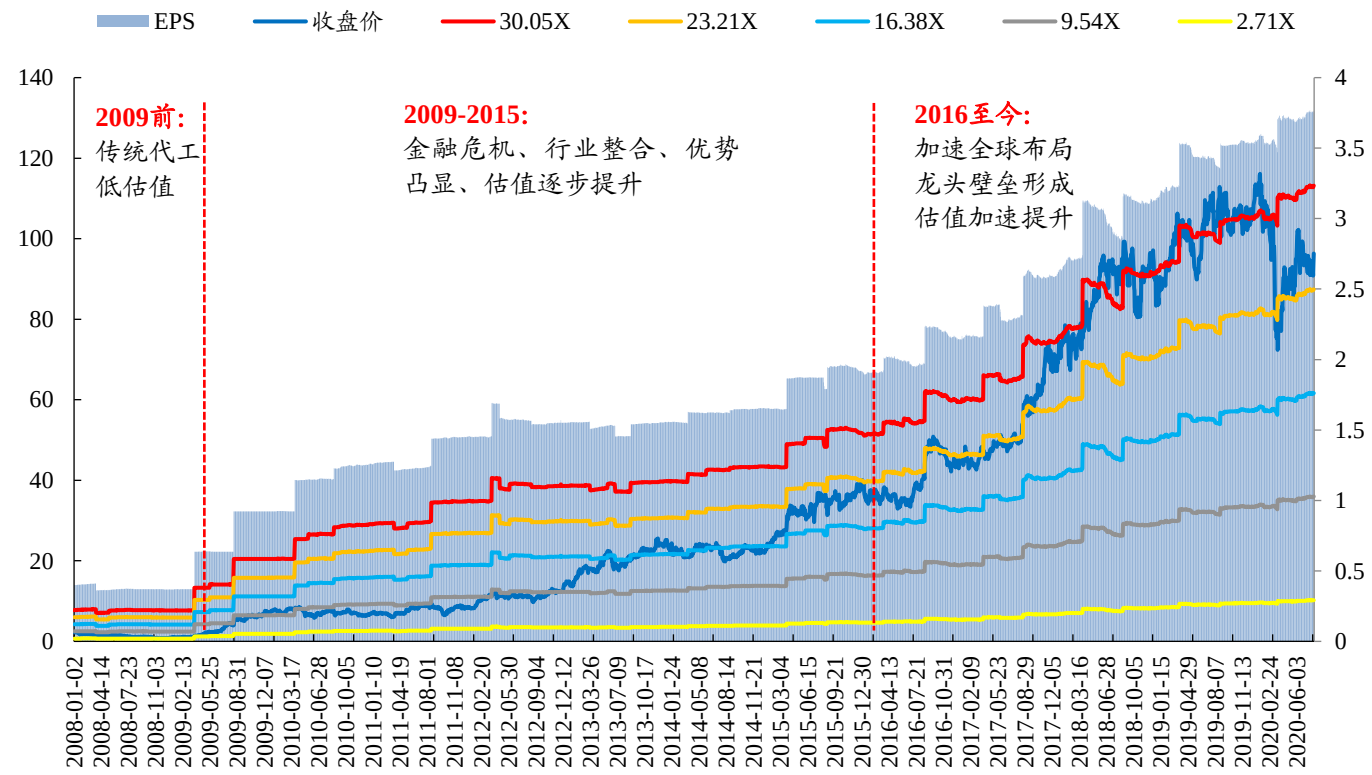
表 1： 思摩尔国际与申洲国际有众多相似之处，具有较高的对比研究价值 5
表 2： 公司与前五大客户普遍有较长时间的合作关系（收入单位：亿元） 7
表 3： 公司整体现有制衣产能梳理及 2020 年产能预测：预计 2020 年产能整体提升 10.8% 11
表 4： 公司已成立三个基础研究院 12
表 5： 2019 年，公司产能快速扩张（产能单位：亿个/年） 13
表 6： 公司将继续加码产能建设 13

1、 对比代工龙头申洲国际，展望思摩尔国际的未来

申洲国际股价十年百倍，代工行业也能出“千亿巨头”。申洲国际以纺织到成衣的 OEM/ODM 为主营业务，为传统意义中附加值较低的代工行业。但在 2009 年起的约 10 年时间内，申洲国际股价涨幅超过百倍，市值接近 1500 亿港元。

回溯申洲国际的股价上涨，可以发现这是业绩和估值双击的结果。申洲国际的 EPS 在此期间稳步提升超 3.5 倍。而持续稳定的业绩增长，也让市场对申洲国际的认知逐步跳脱出传统的代工企业，并更多认识到其背后深厚的竞争壁垒。进而在港股这个偏低估值的市场中，申洲国际的 PE（TTM）也由 2009 年的 10 倍左右，逐渐上升至 2018-2019 年的 30 倍左右。

图1：申洲国际的股价持续上涨是业绩和估值双击的结果（图为 PE-Band，右轴为 EPS，左轴为收盘价）



数据来源：Wind、开源证券研究所

而我们认为思摩尔国际与申洲国际有众多相似之处，具有较高的对比研究价值：

1）成功的核心要素均在于绑定了优质的客户：均通过在技术、供应链等方面构筑护城河，深度绑定核心优质客户，并拥有高于一般代工企业的议价权。

2）并且均处于优质的赛道：申洲国际下游主要客户所处的运动服饰赛道是近年发展最快的细分服装赛道之一；而思摩尔国际所处的新型烟草赛道方兴未艾，可类比并且前景或更优于早期的运动服饰起步阶段。

本篇报告后文将以客户和赛道两个角度作为落脚点，对思摩尔国际和申洲国际进行详尽的对比梳理，希望以此展望思摩尔国际的未来。

表1：思摩尔国际与申洲国际有众多相似之处，具有较高的对比研究价值

成功要素		申洲国际	思摩尔国际
绑定优质客户	核心客户	耐克、阿迪达斯、优衣库、彪马	VUSE、NJOY、悦刻、日烟等（基本覆盖除 JUUL、Blu 外的主流小烟品牌）；
	客户黏性	**1）技术：**面料创新、生产设备工艺改造以及模块化生产工具创新；**2）供应链：**垂直一体化、规模化产能、服务能力及意愿	**1）技术：**在小烟雾化（FEELM）和 CBD 雾化（cCELL）中绝对领先；2）**供应链：**产能规模化、自动化优势显著；**3）PMTA：**品牌方申请需与代工方合作并绑定，更换代工方需重新申请
	高议价权	产能饱和，大客户订单占比不断提升	核心产品基本独供；打造自主技术品牌 FEELM Inside（标记与烟弹表面，可类比与 Intel inside）；高毛利率（显著高于传统消费电子代工厂）
处于优质赛道	主赛道高成长	下游运动服饰是服装行业中增速最快的细分赛道之一	电子烟 2019-2024 的全球市场规模 CAGR 或约 30%
	外延空间广	/	有望进一步向 CBD/THC 雾化、医疗雾化拓展

资料来源：公司公告、开源证券研究所

2、 共同成功要素一：深度绑定优质核心客户

我们认为思摩尔国际和申洲国际最核心的共通点在于：两者均通过打造研发、供应链等核心优势，在发展过程中深度绑定了下游行业中的优质客户，并享有优于一般代工企业的高议价权。

2.1、 客户均覆盖下游行业中具有较好发展动能的优质公司

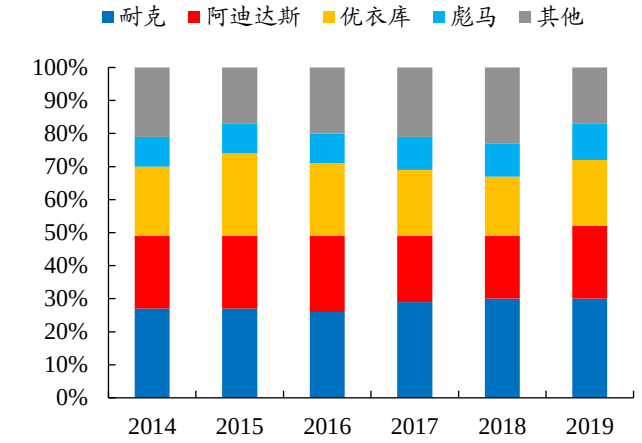
（1）申洲国际

申洲国际以卓越的前瞻性，切入运动服饰优质龙头的供应体系。公司早期以承接日本中高端服装品牌的订单为主，较早地积累了对产品质量及精益化生产的经验，并于 1997 年开始承接优衣库的部分订单。之后公司以卓越的前瞻性发现运动服饰赛道的发展潜力，于 2005 年前后切入耐克、阿迪达斯、彪马等品牌的供应体系，大幅提升高毛利的运动鞋服订单占比。

耐克、阿迪达斯、彪马、优衣库四大优质客户的业务快速增长，由此成为了申洲国际长期发展的持续推动力。2014-2019 年，申洲国际前四大客户的收入占比基本稳定在 80%左右。而该四大客户自身业务也一直保持着较快增长。耐克和阿迪达斯是运动服饰行业中稳定保持前二的龙头品牌。彪马在细分市场也拥有较为强劲的竞争实力。优衣库则是世界知名的休闲服饰品牌。整体看，这四个品牌自身的服装业务增速在 2014-2019 年基本处于 10%以上，从而为申洲国际发展提供了持续推动力。

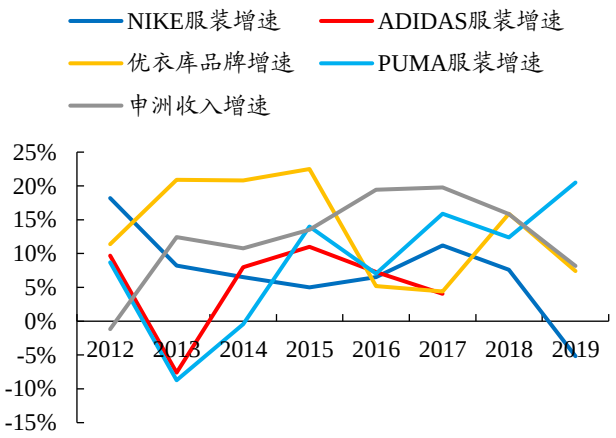
同时，相较众多品牌客户单一的 OEM 企业，申洲国际优质客户多元化的特点，也使其具有更强的抗风险能力。由于下游龙头品牌方的强势，众多 OEM 代工方往往只能选择一个大客户进行深度合作。而申洲国际的下游客户涵盖了耐克、阿迪达斯两强，快消巨头优衣库和细分龙头彪马，销售地点也较为分散。因此即使某单一品牌、单一地区的零售表现出现波动或下滑，申洲国际的订单量也不至于受到重要影响，有效缓解了一定的服装行业周期性风险。

图2：四大客户基本占申洲国际收入的 80%以上



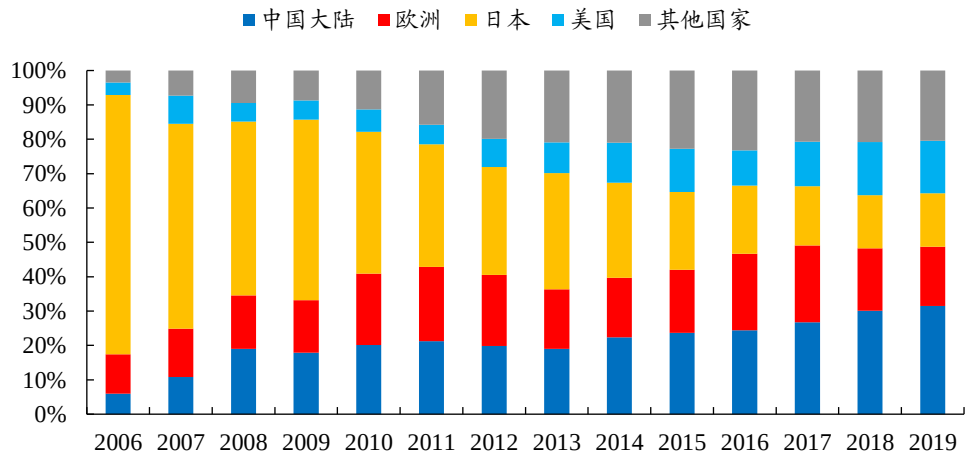
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图3：客户服装业务稳健增长推动申洲国际持续发展



数据来源：公司公告、开源证券研究所（增速为收入增速）

图4：2006-2019 申洲国际来自各地区的收入占比较为均衡



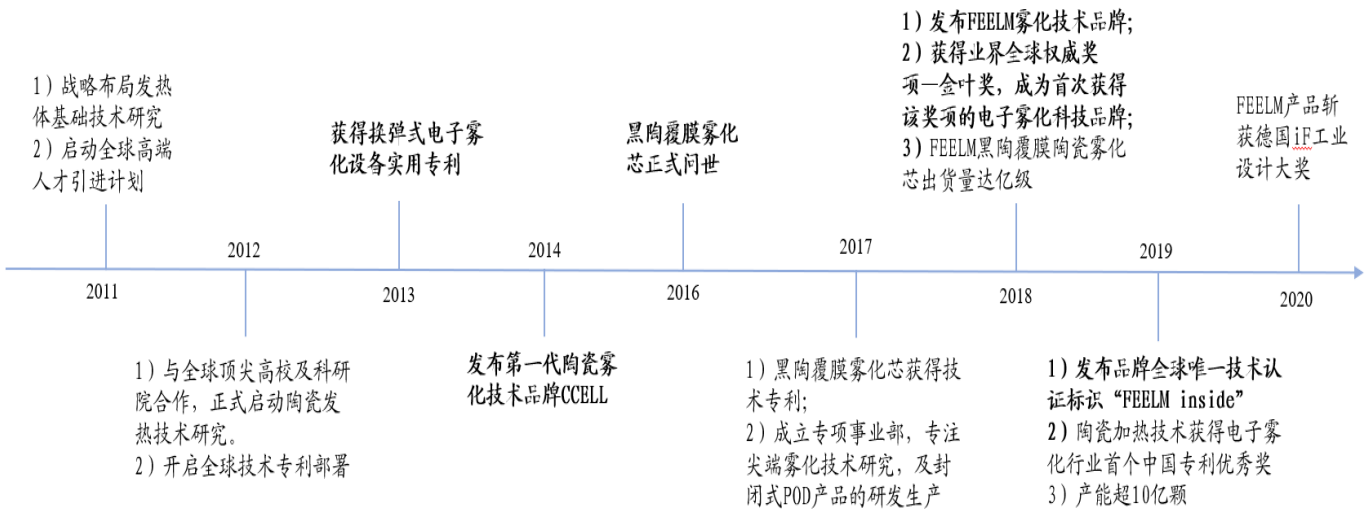
数据来源：公司公告、开源证券研究所

（2）思摩尔国际

而回顾思摩尔国际的发展史和已有的客户结构，可以发现其和申洲国际的相似之处：

首先，思摩尔国际也是依靠卓越的前瞻性，率先加码陶瓷雾化领域，从而切入龙头品牌的供应体系。在 FEELM 陶瓷雾化芯量产之前，由于棉芯口感还原度高，雾化小烟市场基本以 JUUL 代表的棉芯产品为主导。而思摩尔国际在 2012 年即极具前瞻性的开始启动陶瓷加热技术的研究，并经过多代改良于 2018 年实现 FEELM 陶瓷雾化芯技术的量产。而在 2018 年，雾化小烟市场中 JUUL 一家独大，Vuse、NJOY 等品牌希望寻找一些差异化优势与其抗争。因此，思摩尔国际凭借其绝对领先的陶瓷雾化芯技术顺利切入了该部分龙头品牌的供应体系。

图5：思摩尔国际前瞻性布局陶瓷芯雾化技术



资料来源：FEELM 官方网站、开源证券研究所

同时，思摩尔国际已有的 NJOY、英美烟草、日烟和悦刻四个大客户，也都属于下游行业中具有良好发展动能的优质公司。

思摩尔国际面向 NJOY、英美烟草（主要品牌为 Vuse）和悦刻主要进行雾化电子小烟的 ODM 代工。而面向日烟则仍以 OEM 为主，代工的产品包括日烟旗下的雾化小烟 LOGIC 和 HNB 产品 PLOOM。据我们估算，2019 年，思摩尔国际面向该四大客户的收入约占小烟和 HNB 代工业务收入的 80%（假设 2019 年面向 CBD/THC 业务的收入近似为 15 亿元）。

表2：公司与前五大客户普遍有较长时间的合作关系（收入单位：亿元）

2016		2017		2018		2019	
客户	收入	客户	收入	客户	收入	客户	收入
日本烟草	2.16	日本烟草	3.98	日本烟草	7.11	SVI	11.93
奥驰亚子公司	2.06	奥驰亚子公司	2.63	Jupiter Research	4.19	英美烟草子公司	11.48
深圳一达通	0.44	香港分销商之一	1.32	英美烟草子公司	2.93	日本烟草	9.6
SVI	0.37	Jupiter Research	1.22	KushCo Holdings	2.55	悦刻	8.78
客户 E	0.18	SVI	1.13	奥驰亚子公司	2.21	Jupiter Research	6.15

数据来源：招股说明书、开源证券研究所（SVI 是 NJOY 指定国内贸易商）

Vuse 和 NJOY 已成为除 JUUL 之外市场份额最高的两个雾化小烟品牌，并且与 JUUL 的差距有望进一步缩小。我们可以通过回溯雾化小烟市场的发展历程，来梳理雾化小烟市场的竞争格局：

1）2015-2019H1:2015 年，JUUL 电子烟推出市场。依靠尼古丁盐技术和时尚便携的经典造型，JUUL 几乎依靠一己之力完成了雾化小烟的市场培育，并于 2017 年成为最畅销的电子烟品牌。到 2019H1，JUUL 在美国市场的市占率已超过 70%。

2）2019H2: 由于 JUUL 的受众群体很大部分集中于青少年，因此逐渐受到了美国社会舆论的抨击。而 JUUL 也迫于舆论压力，在口味烟禁令于 2020 年 2 月 5 日正式生效前，就主动提前下架电子烟。而 Vuse 和 NJOY 则趁此空档期，利用大幅降价

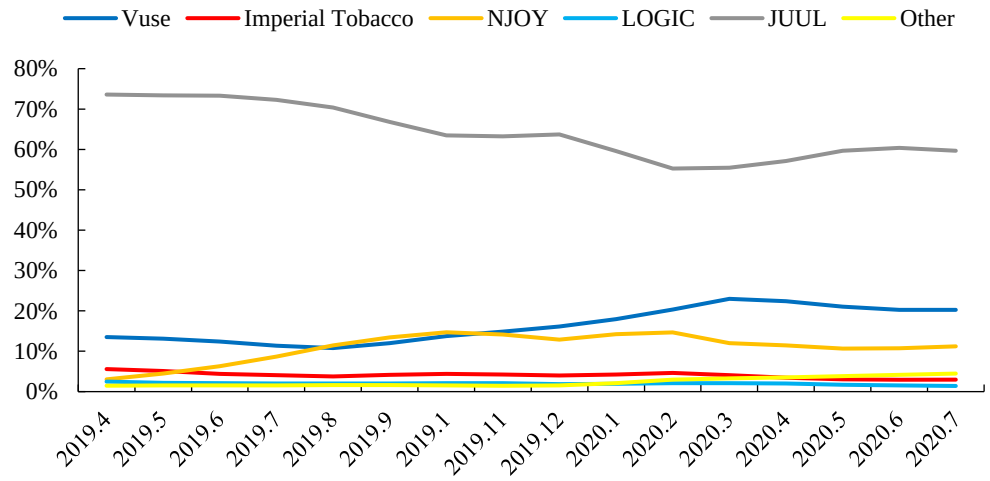
促销（1 美金烟杆活动）和 FEELM 雾化芯技术优势（JUUL 因经典造型限制仍使用棉芯）迅速抢占了部分市场份额。

3）2020H1：口味烟禁令的边际影响减弱，市场份额变化趋于平稳。但基于以下因素我们认为 Vuse 和 NJOY 或仍具备相比 JUUL 更好的发展动能：

①Vuse 和 NJOY 依靠思摩尔的 FEELM 陶瓷雾化芯技术拥有更好的使用体验，而 JUUL 由于不愿意放弃经典的超薄造型，仍在使用棉芯技术。并且由于多名核心技术人员（包括首席科学家 Don ALD Graff 等在内）相继离职，JUUL 再设计出颠覆性技术产品的难度在提升。FEELM 陶瓷雾化芯技术有望在较长时间内保持领先。

②JUUL 仍可能受到更多政策和舆论限制。JUUL 仍为美国市场最大的雾化电子烟品牌，政策和舆论对其关注度更高，一贯的营销优势因此受到很大程度的限制。

图6：2019H2，Vuse 和 NJOY 在美国的市占率明显提升

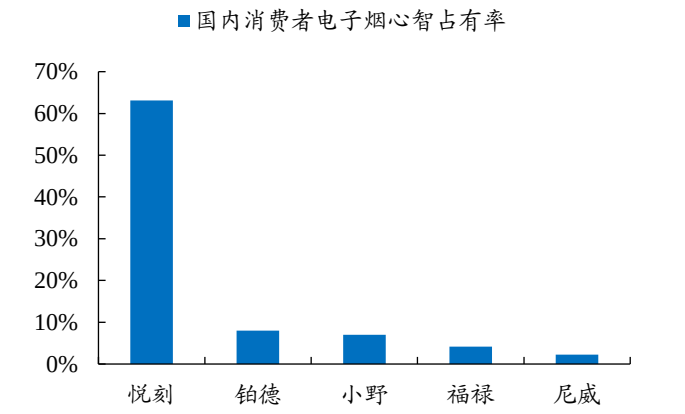


数据来源：尼尔森数据、开源证券研究所

思摩尔另一大客户悦刻，则已成为国内雾化小烟行业的独角兽企业。国内雾化小烟市场没有传统烟草公司参与，主要以靠风投融资的初创品牌为主。而在政策频繁打压且未来走向尚不明朗的情况下，行业内的融资逐步向头部品牌倾斜，进而形成悦刻强者恒强的局面。根据蓝洞新消费报道，2019 年 8 月，悦刻创始人透露悦刻累计的融资额，是国内第二至第十名电子烟品牌融资总额的数倍。

依靠资金优势和 FEELM 雾化芯技术，悦刻正处于加速扩张期。2018 年 4 月至 2019 年 9 月，悦刻电子烟烟弹产量增长超过 160 倍。根据蓝洞新消费，2020Q1 悦刻在国内市场一家独大，在消费者中的心智占有率超过 60%。2019 年 9 月，悦刻启动美国 PMTA 申请项目，预计将于 2021 年底提交申请，耗资预计达 1.5 亿元。若 PMTA 申请成功，悦刻品牌力将进一步提升，并有望逐步打开海外市场。

图7：2020Q1 国内消费者电子烟心智占有率 TOP5



数据来源：蓝洞新消费、开源证券研究所

图8：2018.4-2019.9 悦刻电子烟烟弹产量增长 160 倍

资料来源：悦刻官方公众号

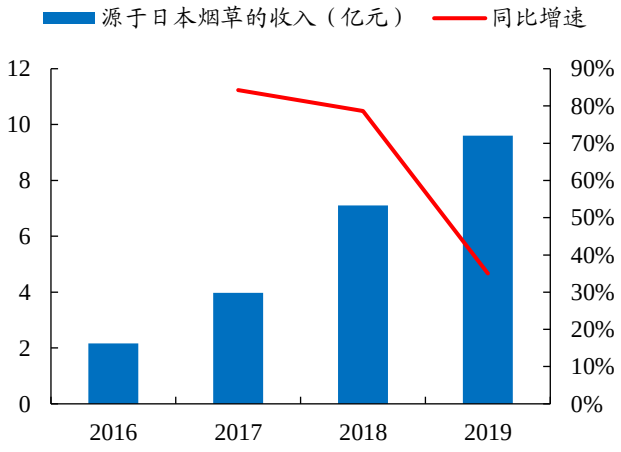
日烟是思摩尔仅存较少的 OEM 客户，其产品技术仍存在提升空间（雾化小烟 Logic 仍使用棉芯；HNB 产品 Ploom 受 IQOS 专利限制，使用体验存在一定差距）。但日烟也在积极推动产品技术升级。2019 年，日烟推出 Ploom S，在加热技术上采用了与 Glo 类似的环状式加热，加热温度达到 200℃。2020 年 7 月，日烟进一步推出升级版 Ploom S 2.0。

未来，日烟依托全球 HNB 渗透率最高之一的日本市场和持续积极的研发投入（根据烟草科教网，日烟 2020 年预计在电子烟领域还将投入 10 亿美元研发费用），有望继续为思摩尔稳定贡献订单增量。从过往数据看，思摩尔源于日烟的收入也保持稳定增长，2016-2019 年收入 CAGR 达 64.4%。

图9：日烟推出 Ploom S

资料来源：Ploom 官网

图10：思摩尔源于日烟的收入保持稳定增长



数据来源：公司公告、开源证券研究所

2.2、 通过打造技术研发和供应链等竞争壁垒，提升客户黏性

（1）申洲国际

申洲国际与大客户之间黏性的形成，主要来自于其技术研发和供应链上的优势。

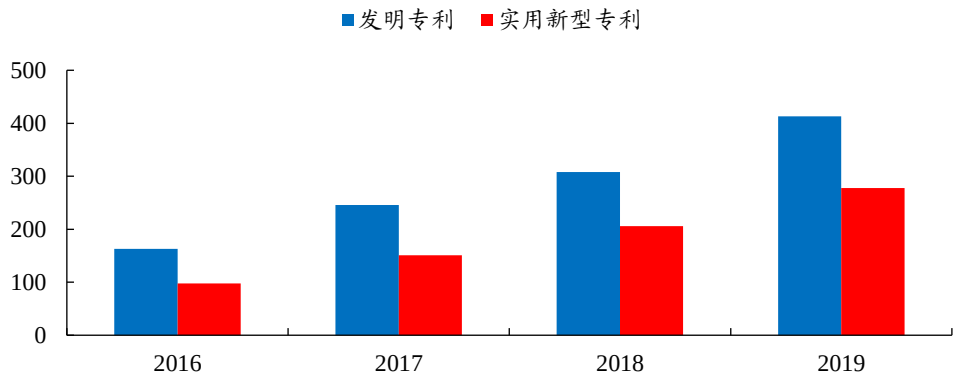
在技术研发上，申洲国际的投入重点主要分为两个方面：

1）面料创新：坯布制造环节主要依赖于生产设备，门槛较低，而面料研发具有

更高的价值和壁垒，其高附加值主要来自于特殊功能性纤维设计、面料结构设计及染整等环节。**申洲国际与客户合作开发面料的代表性案例包括：**与优衣库共同研发的功能性面料 Airism、与 Nike 共同研发的透气面料 Tech Fleece 以及针织鞋面 Flyknit 等等，这些面料研发成果均为客户带来了可观的销售成果。

2）生产设备工艺改造以及模块化生产工具创新：申洲国际多年来投入的生产设备改造主要针对环保排放要求及生产效率进行设备改进。例如，截止 2018 年，公司面料工厂的设备更新改造大部分已经完成，水、电等资源的消耗继续下降。而提升制衣效率方面，**公司一直强调“模块化生产”**，即对某一款式的服装制造特定的生产模具，从而有利于提升制衣工人的效率，提升产品标准化程度。**此方法的应用前提不仅需要公司配备强有力的研发团队，更需要有单一款式足够规模化的订单**，若订单过于分散，那么为某一个单独款式研发生产工具是缺少经济效益的。

图11：申洲国际专利数量提升迅速（面料研发专利及生产设备专利）

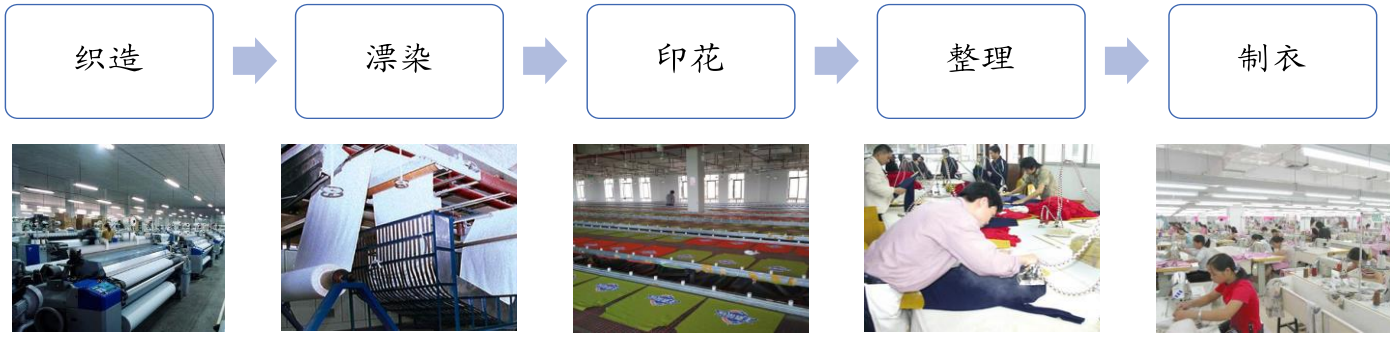


数据来源：公司年报、开源证券研究所

在供应链上，申洲国际的优势则来源于其垂直一体化、海内外完善布局的规模化产能和服务能力及意识构成的稳定交付能力：

1）垂直一体化生产模式：相较传统单一制衣工厂多环节分工的生产模式，申洲国际的垂直一体化生产流程涵盖纱线采购、织造、漂染、印花、整理、制衣，制衣所需面料均由自身面料工厂生产，更方便公司集中安排生产，提高生产效率，缩短了生产过程中的繁复沟通流程。该模式既保障了更稳定的生产交期、也使得面料的供应和使用更具有效率，**我们估算申洲国际的平均交货周期可达到约一个月至两个月不等，部分配套辅料充足的订单可实现约 15 天的快速反应供货。**

图12：申洲国际的垂直一体化生产流程缩短了生产周期



资料来源：公司公告、开源证券研究所

2）海内外完善布局的规模化产能：根据我们估算，截止 2019 年末，申洲国际的成衣产能已达到 174.5 万/天，处于行业领先水平。并且公司新建工厂的产能还处于不断释放的过程中，申洲国际规模化产能的优势有望逐步提升。

而海外产能的布局还具有低成本优势，在贸易环境波动的情况下使公司交付能力更具稳定性。一方面申洲国际的主要出口市场欧盟，日本分别对柬埔寨、越南实行免税优惠，从而位于两国的海外工厂可以有效帮助客户节省贸易成本、灵活安排生产。另一方面，在全球贸易环境不确定性加强的情况下，海外工厂可为客户灵活调配生产，更具抗压性。如申洲国际位于越南的产能已经足够承接目前出口美国的订单总量，可有效避免贸易政策的冲击。

表3：公司整体现有制衣产能梳理及 2020 年产能预测：预计 2020 年产能整体提升 10.8%

地区	工厂	2019 年 12 月		2020 年 12 月		
		估算工人数量	估算产能	估算工人数量	估算产能	产能同比提升
中国	宁波	4 万	85 万件/天	4 万	87.5 万件/天	3% 效率提升
	安徽安庆	1 万	27.5 万件/天	1.2 万	29 万件/天	5% 小型工厂逐步投产
	浙江衢州	0.2 万	8 万件/天	0.2 万	8 万件/天	
	国内整体制衣产能	**5.2 万**	**120.5 万件/天**	**5.4 万**	**124.5 万件**	**3.3%**
柬埔寨	申洲国际制衣、大千纺织、荣德制衣	1.2 万	24 万件/天	1.2 万	26 万件/天	8% 效率提升
	越群制衣（在建）					
	柬埔寨整体制衣产能	**1.2 万**	**24 万件/天**	**1.2 万**	**26.0 万件/天**	**10%**
越南	世通工厂	1.1 万	26 万件/天	1.1 万	28 万件/天	8% 效率提升
	德利制衣工厂（爬坡）	0.3 万	4 万件/天	0.6 万	15 万件/天	275% 新产能释放
	新阿迪达斯专用工厂（在建）					
	越南整体制衣产能	**1.4 万**	**30 万件/天**		**43 万件/天**	**48%**
总计			**174.5 万件/天**		**193.5 万件/天**	**10.8%**

数据来源：公司公告、开源证券研究所

3）服务能力及意识：申洲国际令客户认可的交付能力背后还有其作为龙头代工企业的服务能力和服务意识。例如，2018 年，为了将彪马和阿迪达斯等大客户的加急订单及时交付，申洲国际选择了以空运的方式将货物运送至北美和欧洲，由此 2018 年申洲国际的运输费用高达 2 亿元左右。

（2）思摩尔国际

技术和供应链优势同样也是思摩尔深度绑定大客户的关键所在。并且在此基础上，PMTA 等政策限制也进一步提升了思摩尔与大客户的合作黏性。

技术上，思摩尔在雾化小烟的陶瓷雾化芯技术上有绝对的领先优势。

思摩尔的 FEELM 陶瓷由陶瓷和发热膜构成：陶瓷经过高温烧结制成碗状结构，发热膜设计成 S 形附着在陶瓷表面，两者的关系类似于锅和灶。**这样的雾化芯设计主要具有以下特点：**

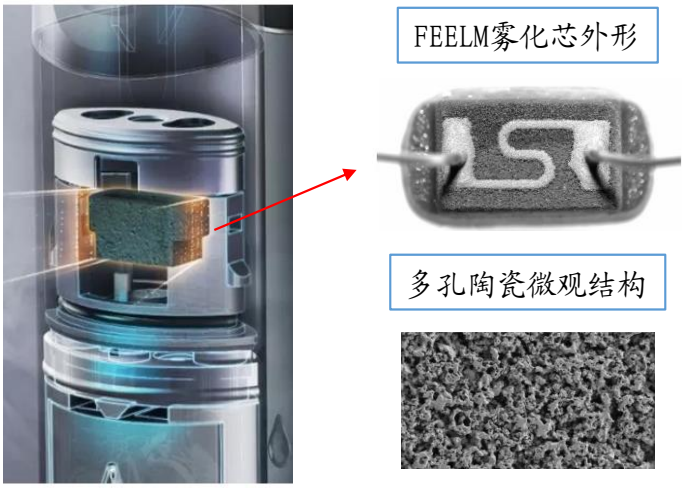
1）导液和防漏液性能好：雾化芯中的陶瓷是特殊的“多孔陶瓷”，内部具有很多细小的微孔（平均孔径相当于发丝的五分之一）。因此，借助表面张力和毛细作用，液体可以均匀地深入雾化芯中，并吸附在雾化芯表面。

2）**安全性能高：**陶瓷雾化芯加热过程中，温度上升更快，温度均匀性更好且范围控制更为精准，从而更大程度得减少了使用过程中醛酮类物质的产生。

3）**口感体验好：**加热温度直接影响抽吸体验感。FEELM 的均匀加热性能能够有效减少局部碳化，再结合陶瓷导液性，能够有效减少“焦味”。在口感还原度上，相较其他陶瓷雾化芯，FEELM 雾化芯与棉芯的差距已明显缩小。

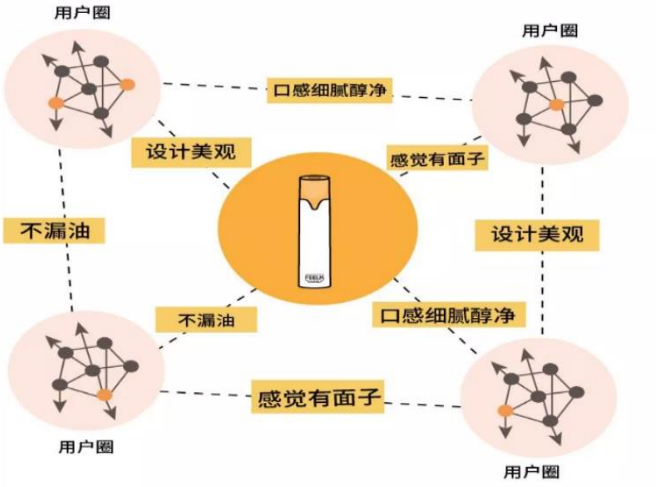
4）**生产自动化：**陶瓷雾化芯自动化生产程度更高，产品生产设计空间更大。

图13：FEELM 陶瓷芯由陶瓷和发热膜两部分构成



资料来源：FEELM 公众号、开源证券研究所

图14：FEELM 雾化芯性能优势突出



资料来源：“FEELM inside”全球影响力报告

凭借 FEELM 技术，思摩尔基本是下游大客户陶瓷雾化芯产品的独家供应商，并且从技术优势上看 FEELM 陶瓷雾化芯短期内很难被取代：

1）**思摩尔的 FEELM 陶瓷雾化芯技术是下游客户抢占市场份额的核心竞争力。**在 JUUL 市场份额仍然显著领先之时，Vuse 和 NJOY 等品牌仍需要 FEELM 技术的良好使用体验与 JUUL 争夺市场份额。

2）**FEELM 技术领先优势明显，短期内很难被颠覆。**思摩尔是市场中极少能够做到基础研究和实践应用并重的电子烟代工企业。而竞争对手往往只侧重其中一点。因此，竞争对手靠简单的模仿很难取代 FEELM 的地位（一方面有外形专利限制，另一方面陶瓷材质差距大）。所以，未来可能潜在的颠覆可能主要为新材质的开发，但从已有成果看，陶瓷仍然是最佳材料。

表4：公司已成立三个基础研究院

研究院	租赁/自有	建筑面积（m2）	员工人数	设备数量	主要设备	研究领域
深圳基础研究院	租赁	4500	77	289	场发射扫描电子显微镜、带有光束驱动器及光束光谱仪的液相色谱-质谱仪	雾化原理及机理研究，包括研究电子雾化的目的、过程及结果以及吸雾化汽对人体的影响
长沙基础研究院	自有	4748	41	154	波长色散 X 射线荧光光谱仪、闪光导热仪	电子雾化过程研究，新加热材料
唐山基础研究院	自有	2867	27	102	扫描电子显微镜、真空/脱脂/气压烧结炉	电子雾化过程研究，专注于新加热材料及新材料的装造过程

资料来源：招股说明书、开源证券研究所

供应链上，思摩尔产能规模化优势明显，自动化优势逐渐形成。

2019 年公司产能加速扩张，计划建设项目预计将带来产能翻倍式增长。截止 2019 年末，公司共有 10 个生产基地，工厂端的合计设计产能约 15.6 亿个/年，各业务线产能压力均得到了明显缓解。而公司计划将于广东江门和深圳继续加码产能建设，逐步取代现有租赁工厂。其中，江门产业园两期合计新增年产能约 25.2 亿个，深圳产业园设计年产能约 6.23 亿个。待新增产能释放后，思摩尔产能的规模优势将进一步扩大（竞争对手卓力能官网上披露的现有雾化设备月产能为 3000 万+件）。

电子烟代工仍偏向劳动密集型，思摩尔自动化生产的优势正逐步形成。包括思摩尔在内，电子烟代工仍偏向劳动密集型。2019 年底，思摩尔生产及制造员工达 9047 人，占比 85.8%。但思摩尔已经开始积极布局自动化生产转型。广东江门产业园两期项目都将配备一定的自动化生产机装配线。自动化生产的优势未来将体现在两方面：①产能打破人力瓶颈，进一步释放；②单位生产成本下降，产品优良率提升。

表5：2019 年，公司产能快速扩张（产能单位：亿个/年）

产品类别	2016		2017		2018		2019	
	设计产能	利用率	设计产能	利用率	设计产能	利用率	设计产能	利用率
面向企业客户销售	2.20	66.0%	2.94	89.0%	6.47	79.4%	11.26	62.5%
电子雾化设备	1.65	75.5%	1.79	77.7%	2.97	69.6%	5.93	72.4%
电子雾化组件	0.55	37.4%	1.15	106.4%	3.50	87.7%	5.34	51.5%
面向零售客户销售	0.06	20.8%	0.11	43.2%	0.19	53.3%	0.25	49.4%

数据来源：招股说明书、开源证券研究所（产能口径：年生产 300 日，每日运营时间 8 小时）

表6：公司将继续加码产能建设

新增产能	建筑面积	预计运营时间	年产能	其他
广东江门产业园一期	33 万㎡	2021 年	10.8 亿个	将安装 96 条自动化生产及装配线，配备约 2600 名员工，预期单位生产成本将降低
广东江门产业园二期	44 万㎡	2023 年	14.4 亿个	拥有自动化生产及装配线
深圳产业园	18.7 万㎡	2024 年	6.23 亿个	由于靠近深圳研发中心，将主要生产适合大规模生产的电子雾化设备新品，并将取代当前的部分租赁工厂

资料来源：招股说明书、开源证券研究所

此外，PMTA 申请将使思摩尔与已有大客户的绑定更加深入。

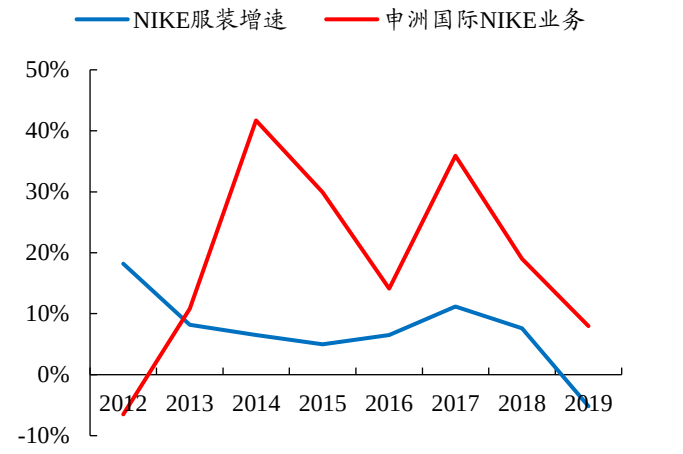
美国烟草上市前审查的 PMTA 流程中必须有代工方参与，并且产品申请需要与代工方进行绑定。如思摩尔配合客户进行 PMTA 申请时，需要提供样品和文档，并且工厂也需要通过检验。而客户如果需要更换代工方，则其产品需要重新通过 PMTA 申请。因此，由于 PMTA 申请费用高（根据 JUUL、悦刻等情况看，普遍在 2000 万美元左右）、申请周期长，预计在产品通过 PMTA 后，品牌方一般不会轻易更换代工方。所以思摩尔作为 Vuse、NJOY 和悦刻等陶瓷雾化芯小烟的主要供应商，因 PMTA 申请的流程限制，客户黏性又有了明显的提升。

2.3、 均拥有超过一般代工企业的高议价能力

（1）申洲国际

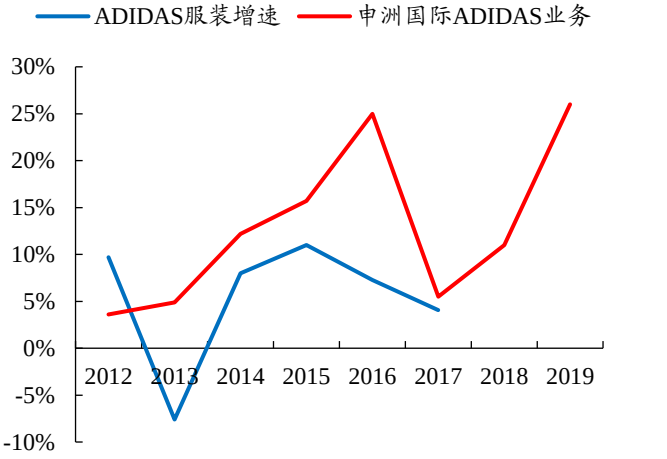
申洲国际面对品牌方的较高议价权，主要体现在其产能饱和，大客户订单占比不断提升。以下四张图可看出，自申洲国际和其四大核心客户深化合作以来，客户自身的鞋服增速 VS 申洲国际来自于该客户的订单收入增速，由图可知，公司来自于耐克、阿迪达斯、彪马的订单收入均保持着高于品牌自身鞋服收入的增速，表示下游客户给予申洲国际的订单比重逐步提高，合作不断深化。而由于下游订单需求旺盛，公司产能长期处于供不应求的状态，囿于产能限制还存在主动拒绝大客户订单的情况。

图15：申洲国际 NIKE 业务增速高于 NIKE 服装增速



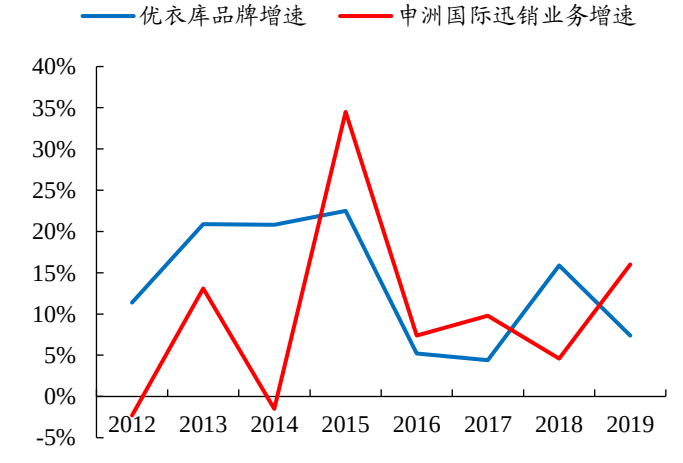
数据来源：Wind、开源证券研究所

图16：申洲国际阿迪达斯业务增速高于该客户服装增速



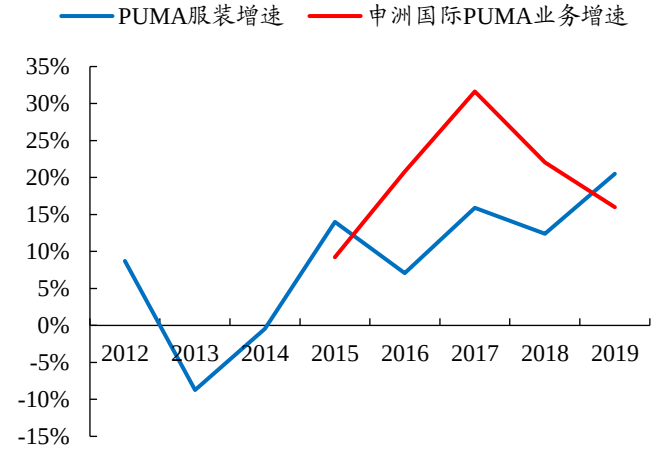
数据来源：Wind、开源证券研究所

图17：申洲国际优衣库业务增速接近优衣库品牌增速



数据来源：Wind、开源证券研究所

图18：申洲国际 PUMA 业务增速维持较高水平



数据来源：Wind、开源证券研究所

（1）思摩尔国际

而相对申洲国际，思摩尔面对品牌方或拥有更高的议价权：

1）思摩尔占下游客户订单的占比很高。思摩尔在陶瓷雾化芯技术上有绝对优势。因此 Vuse、NJOY 和悦刻等下游大客户的陶瓷芯雾化小烟产品基本都由思摩尔供应。并且思摩尔属于 ODM 模式，品牌方不具有核心技术，从而能够拥有较高的议价权。

2）2019 年，FEELM 发布了品牌标识“FEELM inside”。包括悦刻在内的烟弹上已经附有了 FEELM inside 标识，未来 FEELM 与国内外合作生产的雾化设备上都会逐步带有该标识。

“FEELM inside”在一定程度上可以类比“Intel inside”，但 FEELM 对品牌方的议价权或相对而言更高。Intel inside 其实是 Intel 在 20 世纪 90 年代开始启动的营销计划。只要在其相关的产品广告中打出 Intel inside 标志，就可以得到来自英特尔的广告费用支持。而与 Intel 当时还面临 AMD 等的竞争不同，FEELM 当前在陶瓷雾化芯领域绝对领先。下游客户需要依赖其的陶瓷雾化芯技术进行竞争，FEELM 也已在消费者心中成为陶瓷雾化技术顶尖的代表。因此相对于 Intel 的广告营销计划，FEELM inside 更属于依赖技术优势形成的强议价权，主动打造技术品牌力。

图19：2019 年发布品牌标识“FEELM inside”

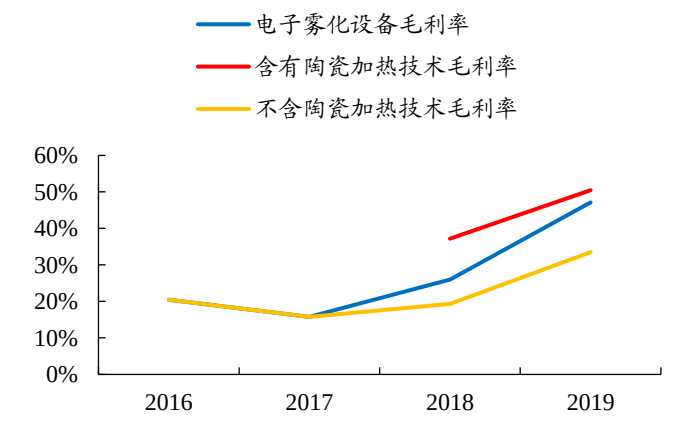
料来源：“FEELM inside”全球影响力报告

图20：悦刻烟弹表面有 FEELM inside 标识

资料来源：数码之家

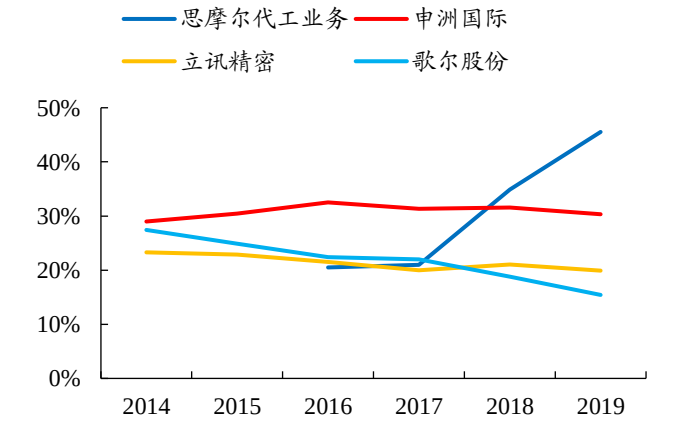
3）从毛利率上，我们也可以看出 FEELM 技术的高议价权。在 FEELM 雾化芯产品量产前的 2016-2017 年，思摩尔 ToB 代工业务毛利率处于 20%左右，与立讯精密、歌尔股份等传统电子代工企业非常接近。2018 年，FEELM 雾化芯实现规模化量产，思摩尔代工业务的毛利率由此快速提升。2019 年，公司 ToB 端电子雾化设备业务中含有和不含陶瓷加热技术的产品毛利率分别为 50.3%和 33.5%，整体代工业务毛利率提升至 45.5%，显著高于立讯精密等传统电子代工企业，并超过申洲国际。

图21：FEELM 量产后，思摩尔毛利率快速提升



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图22：2018 年后，思摩尔代工毛利率高于传统代工龙头



数据来源：公司公告、开源证券研究所

3、 共同成功要素二：均处于优质细分赛道

申洲国际和思摩尔第二个共通点，在于它们的下游均属于优质的细分赛道。从而在深度绑定优质大客户后，它们能够和大客户共同尽享下游行业发展的红利。

3.1、 主赛道的高成长性：电子烟或更优于早期的运动服饰

1）下游赛道均持续成长，但电子烟增速或更快

由于消费者健康意识提升等原因，运动行业逐渐成为服装零售中增速最快的细分赛道之一。根据 Euromonitor，2012-2023 年全球运动服饰市场规模 CAGR 可达 5.3%，而全球其他服饰市场规模 CAGR 仅约为 1.6%，并且到 2023 年，全球运动服饰市场规模或可突破 4600 亿美元。

而根据思摩尔国际的招股说明书，2014 年-2019 年烟草制品市场规模年复合增长率为 3.9%，其中卷烟/蒸汽雾化电子烟/其它的 CAGR 分别为 3.2%/24.2%/5.3%。并且蒸汽雾化电子烟在未来数年内仍有望继续保持在烟草行业内领先的增长速度。其 2019 年-2024 年市场规模 CAGR 有望达到 24.9%。并且到 2024 年，蒸汽雾化电子烟的市场规模有望达到 1115 亿美元。

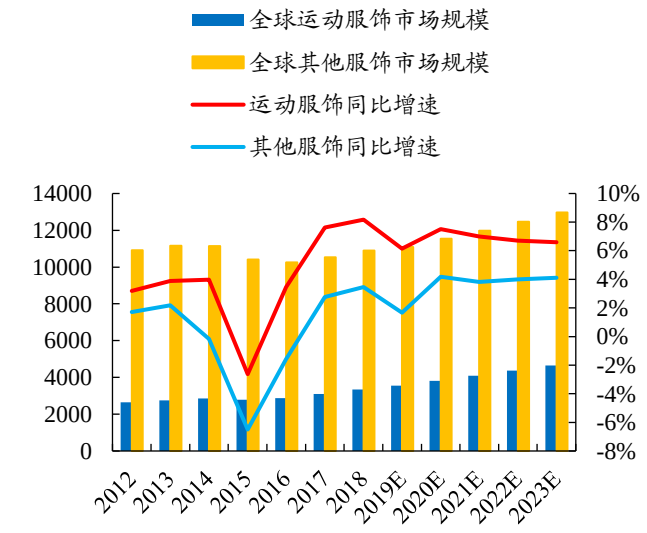
对比两个行业，我们可以发现：

1）服装和烟草行业均为全球市场规模超万亿美元的大行业，均有孕育快速增长细分赛道的广阔空间。

2）虽然蒸汽雾化电子烟的市场规模还不及运动服饰，但雾化电子烟的平均增速有明显优势，并且在整个大行业中的渗透率看有更大的上升空间（2019 年运动服饰占整体服饰规模的 24.3%，电子烟占整体规模的 4.2%）。

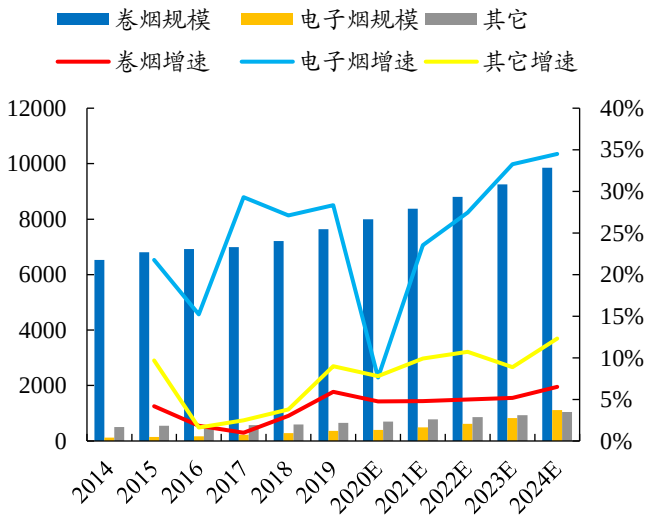
因此，两个公司所处的下游行业都是具有良好成长性和可比性的细分赛道，但电子烟预期增速更快，并且具有更广阔的增长空间。

图23：服装行业中运动服饰行业增速较快（亿美元）



数据来源：Euromonitor、前瞻产业研究院、开源证券研究所

图24：烟草行业中电子烟市场规模增速最快（亿美元）



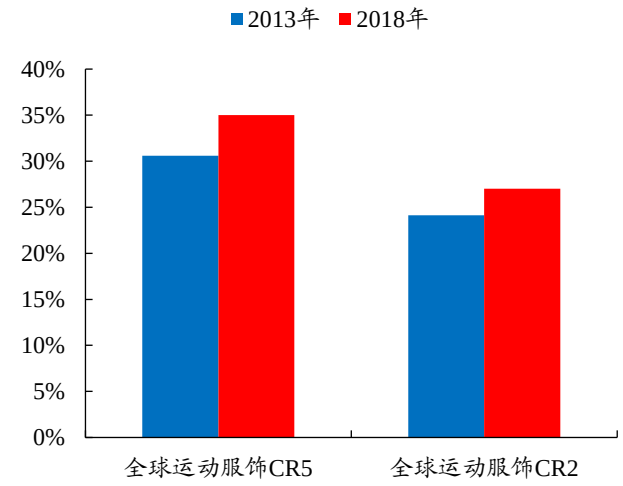
数据来源：公司招股书、开源证券研究所（其他中包含 HNB、斗烟、嚼烟、雪茄、鼻烟）

2）下游行业均有绝对龙头品牌，竞争格局较好

2013 年-2018 年，全球运动服饰 CR5 由 30.6%提升至 35%，而耐克和阿迪达斯则属于行业中的绝对龙头品牌，两个品牌的 CR2 由 24.1%提升至 27.0%。雾化小烟市场的集中度则相对更高，竞争格局更为明朗。根据 2020 年 6 月的数据，美国市场雾化小烟 CR3 超过 90%，JUUL、Vuse、NJOY 均已成长为市场中具有绝对领先品牌力的龙头品牌。

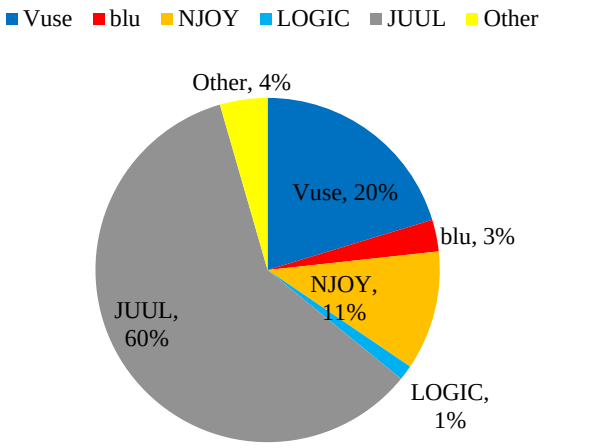
而下游市场良好的竞争格局，则有利于申洲国际、思摩尔国际等龙头代工厂的发展：①以耐克为例，耐克最大的服装供应商的订单占比逐年提升，由 2014 年的 7%提升至 2019 年的 14%，且其服装供应商总数有显著下降，向更优质的 Bronze 级别集中，而耐克的目标是在 2020 年拥有 100％Bronze 及更高级别的工厂。②对于雾化小烟市场，由于 JUUL、Vuse 和 NJOY 三个品牌基本垄断市场。并且三个品牌的供应体系已经基本稳定，其他代工厂商新进难度较高。

图25：运动服饰赛场耐克和阿迪达斯优势明显



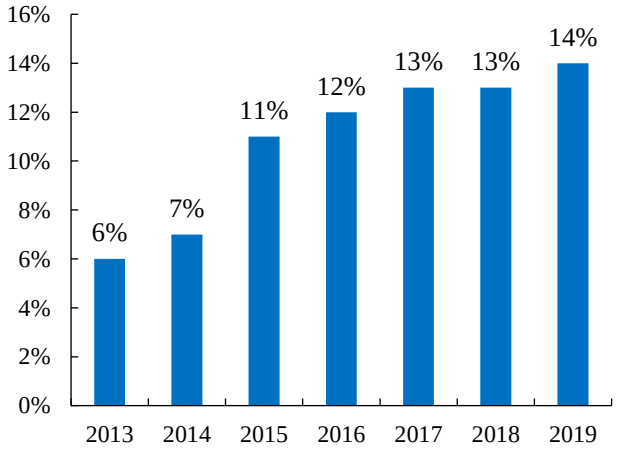
数据来源：Euromonitor、前瞻产业研究院、开源证券研究所

图26：美国市场雾化小烟 CR3 超过 90%



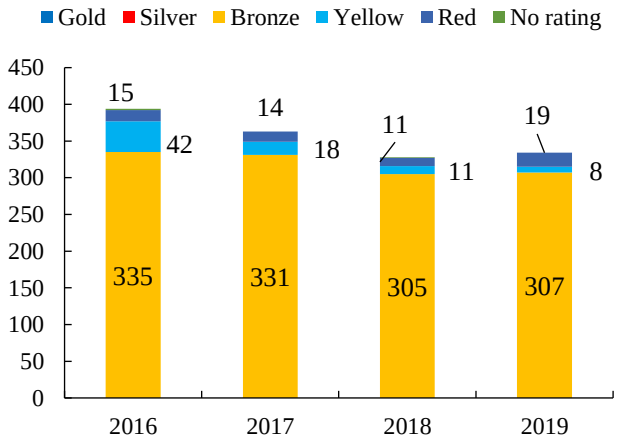
数据来源：尼尔森、开源证券研究所（2020.6 数据）

图27：耐克最大的服装供应商占比逐年提升



数据来源：耐克年报、开源证券研究所

图28：耐克服装供应商总数减少，向优质供应商集中



数据来源：耐克年报、开源证券研究所

3.2、 外延空间广阔：思摩尔未来有望进一步拓展下游应用领域

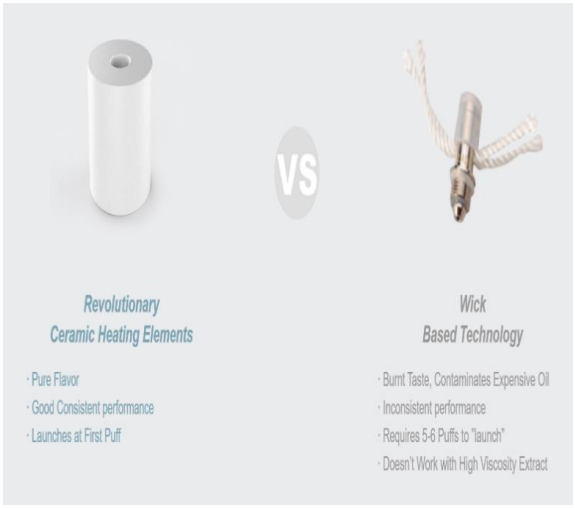
从发展的外延空间看，申洲国际预计将继续深耕服装代工赛道。而思摩尔则相对具有更广阔的外延发展空间，未来有望进一步拓展 CBD/THC、医疗雾化等领域。

例如，公司研发的 cCELL 技术深度契合 CBD/THC 的雾化需求，已成为雾化 CBD/THC 领域的领先技术。思摩尔的 cCELL 雾化技术与 CBD/THC 的雾化需求有较高的匹配度。相较传统棉芯，cCELL 雾化技术具有明显优势：1）口感更为纯净；2）防漏液性能出色（CBD 价格比烟油明显较贵）；3）性能稳定；4）雾化响应更敏捷等。未来若 CBD/THC 逐步合法化，思摩尔的该项业务也具有较大想象空间。

图29：cCELL 技术适用于 CBD 等雾化

资料来源：cCELL 官网

图30：陶瓷加热技术在 CBD/THC 雾化上有更好的体验



资料来源：cCELL 官网

此外，思摩尔也在积极布局雾化医疗赛道。2020 年 4 月，思摩尔与 AIM Immuno Tech 签署了一项材料转让和研究协议(MTA)，该协议的目的在于在中国进行通过思摩尔吸入给药装置使用 AIM 旗舰药物 Ampligen 的疗效研究。Ampligen 已在阿根廷获准用于治疗肌痛性脑脊髓炎、慢性疲劳综合征(ME/CFS)，且已在美国完成了 3 期临床试验。

4、 投资建议

通过对比研究，我们可以发现思摩尔和申洲国际的成功要素均源于两点：①核心在于深度绑定行业核心客户，构筑无法取代的产业链地位；②同时又处于优质细分赛道，从而与核心客户共享行业发展红利。

而在这两点上，思摩尔相似于申洲国际，却又在一定程度上更优于申洲国际。①绑定客户的深度上：思摩尔具有相对替代难度更高的技术壁垒和服装行业所不存在的 PMTA 等政策限制。并且由于技术的替代难度，思摩尔拥有更高的议价权。**②所处赛道上：**电子烟相对增速更快，未来渗透率提升的空间更大。并且思摩尔下游应用领域除了电子烟外，还可继续向医疗雾化等方向延伸。

因此，通过与十年百倍股申洲国际进行对比，我们更加坚定得看好思摩尔国际的核心价值。维持盈利预测不变，预计公司 2020-2022 年归母净利润为 29.76/41.93/60.11 亿元，对应 EPS 分别为 0.52/0.73/1.05 元，当前股价对应 PE 为 66/47/32 倍，维持“买入”评级。

5、 风险提示

新型烟草监管政策变化、下游大客户市场开拓受阻、消费电子代工厂等竞争对手进入使市场竞争加剧等。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E
流动资产	**1,841**	**2,170**	**9,288**	**11,895**	**16,160**
现金	942	731	7,825	10,008	13,853
应收账款	353	659	559	1,050	1,069
存货	391	548	612	736	1,021
其他流动资产	155	232	292	101	217
非流动资产	**588**	**1,132**	**1,840**	**2,759**	**3,571**
固定资产及在建工程	522	833	1,433	2,333	3,133
无形资产及其他长期资产	66	299	408	427	439
资产总计	**2,429**	**3,302**	**11,128**	**14,655**	**19,732**
流动负债	**1,248**	**2,049**	**2,230**	**2,979**	**3,436**
短期借款	- 0	- 0	- 0	- 0	- 0
应付账款	571	442	718	1,040	1,340
其他流动负债	677	1,607	1,512	1,939	2,096
非流动负债	**212**	**518**	**518**	**518**	**518**
长期借款	- 0	- 0	- 0	- 0	- 0
其他非流动负债	212	518	518	518	518
负债合计	**1,460**	**2,567**	**2,748**	**3,497**	**3,954**
股本	63	- 0	5,744	5,744	5,744
储备	906	735	2,637	5,414	10,034
归母所有者权益	969	735	8,381	11,158	15,778
少数股东权益	- 0	- 0	- 0	- 0	- 0
负债和股东权益总计	**2,429**	**3,302**	**11,128**	**14,655**	**19,732**

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E
经营活动现金流	**960**	**2,184**	**3,296**	**4,210**	**5,920**
税前利润	869	2,567	3,517	4,930	7,021
折旧和摊销	13	30	43	62	83
营运资本变动	108	(115)	182	(162)	(45)
其他	(30)	(297)	(445)	(620)	(1,139)
投资活动现金流	**(128)**	**(489)**	**(585)**	**(627)**	**(575)**
资本开支	(205)	(560)	(650)	(700)	(650)
其他	77	71	65	73	75
融资活动现金流	**(215)**	**(1,900)**	**4,377**	**(1,400)**	**(1,500)**
股权融资	(32)	358	- 0	- 0	- 0
银行借款	- 0	- 0	5,744	- 0	- 0
其他	(183)	(2,258)	(1,367)	(1,400)	(1,500)
汇率变动对现金的影响	**(8)**	**(6)**	**- 0**	**- 0**	**- 0**
现金净增加额	**609**	**(211)**	**7,088**	**2,183**	**3,845**
期末现金总额	**942**	**731**	**7,819**	**10,002**	**13,847**

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E
营业收入	**3,434**	**7,611**	**10,356**	**14,499**	**20,588**
营业成本	(2,243)	(4,258)	(5,799)	(8,090)	(11,426)
营业费用	(99)	(158)	(259)	(362)	(515)
管理费用	(123)	(327)	(414)	(580)	(824)
其他收入/费用	(109)	(319)	(389)	(558)	(825)
营业利润	**861**	**2,549**	**3,495**	**4,908**	**6,998**
净财务收入/费用	8	18	22	23	23
其他利润	- 0	- 0	- 0	- 0	- 0
利润总额	**869**	**2,567**	**3,517**	**4,930**	**7,021**
所得税	(135)	(393)	(541)	(738)	(1,010)
少数股东损益	- 0	- 0	- 0	- 0	- 0
归母净利润	**734**	**2,174**	**2,976**	**4,193**	**6,011**
EBITDA	**890**	**2,615**	**3,581**	**5,015**	**7,126**
扣非后净利润	**720**	**2,171**	**2,956**	**4,163**	**5,986**
EPS(元)	**0.13**	**0.38**	**0.52**	**0.73**	**1.05**

主要财务比率	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	119.4	121.6	36.1	40.0	42.1
营业利润(%)	284.4	196.0	37.1	40.4	42.6
归属于母公司净利润(%)	288.4	196.2	36.9	40.9	43.4
获利能力					
毛利率(%)	34.7	44.0	44.0	44.2	44.5
净利率(%)	21.4	28.6	28.7	28.9	29.2
ROE(%)	75.7	295.8	65.3	42.9	44.6
ROIC(%)	41.9	75.9	41.2	32.5	35.0
偿债能力					
资产负债率(%)	60.1	77.7	24.7	23.9	20.0
净负债比率(%)	(5.4)	189.7	(69.2)	(67.7)	(71.2)
流动比率	1.5	1.1	4.2	4.0	4.7
速动比率	1.2	0.8	3.9	3.7	4.4
营运能力					
总资产周转率	2.0	2.7	1.4	1.1	1.2
应收账款周转率	14.0	15.0	17.0	18.0	19.4
应付账款周转率	4.8	8.4	9.5	10.1	10.8
存货周转率	8.0	9.1	10.0	12.0	13.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.13	0.38	0.52	0.73	1.05
每股经营现金流(最新摊薄)	0.17	0.38	0.57	0.73	1.03
每股净资产(最新摊薄)	0.17	0.13	1.46	1.94	2.75
估值比率					
P/E	265.4	89.6	65.5	46.5	32.4
P/B	201.0	265.0	23.2	17.5	12.3

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn

考研资料：数学、英语、政治、管综、西综、法硕等（整合各大机构）
英语类：四六级万词班专四专八雅思等
财经类：初级会计、中级会计、注册会计、高级会计、税务师、会计实操、证券从业、基金从业、资产评估、初级审
公务员：国考、省考、事业单位、军队文职、三支一扶微信 2270291360
银行：银行招聘、笔试、面试
教师资格：小学、中学、教师招聘面试
建筑：一建、二建、消防、造价
法考：主观题、客观题
多平台网课：涵盖职场、办公技能、编程、文案写作、情感心理、穿搭技巧、理财投资健身减肥摄影技术等优质内容
精选资料：Excel 教程、PPT 模板、简历模板、PS 教程、PPT 教程、素描、烹饪、小语种、CAD 教程、PR 教程、UI 课程、自媒体、写作、计算机二级、钢琴、Python、书法、吉他、kindle 电子书、演讲.....持续更新中...
押题：提供考前冲刺押题（初级会计、中级会计、注册会计、一建、二建、教资、四六级、证券、基金、期货等等），麻麻再也不用担心我考不过了。
资料领取微信：1131084518
行业报告：20000 份+持续更新

英语四六级备考资料	计算机二级备考资料	150 所高校考研专业课资料
两小时搞定毛概马原思修近代史纲	高数(微积分)+线性代数+概率论	素描 0 基础入门教程
教师资格证全套备考资料	普通话考试资料礼包	书法教程微信 2270291360
大学生英语竞赛备考资料	大学生数学竞赛备考资料	1000 份各行业营销策划方案合集
挑战杯/创青春/互联网+竞赛资料	电子设计竞赛必备资料	街舞 0 基础入门教程
托福雅思备考资料	大学物理学科攻略合集	动漫自学教程
SCI 最全写作攻略	TEM4/TEM8 专四专八备考资料	教师资格证面试试讲万能模板
360 份精美简历模板	数学建模 0 基础从入门到精通	100 套快闪 PPT 模板
Vlog 制作最全攻略	超强 PR 模板	42 套卡通风 PPT 模板
PS 零基础教程微信 1131084518	PS 高级技能教程	63 套酷炫科技 PPT 模板
好用到极致的 PPT 素材	128 套中国风 PPT 模板	32 套 MBE 风格 PPT 模板
327 套水彩风 PPT 模板	295 套手绘风 PPT 模板	54 套毕业答辩专属 PPT
196 套日系和风 PPT 模板	82 套文艺清新 PPT 模板	57 套思维导图 PPT 模板
163 套学术答辩 PPT 模板	53 套北欧风 PPT 模板	34 套温暖治愈系 PPT 模板
118 套国潮风 PPT 模板	30 套仙系古风 PPT	126 套黑板风 PPT 模板
114 套星空风格 PPT 模板	192 套欧美商务风 PPT 模板	42 套绚丽暈染风 PPT
50 套精美 INS 风 PPT 模板	56 套水墨风 PPT 模板	137 套清爽夏日风 PPT 模板
98 套森系 PPT 模板	25 套简约通用 PPT 模板	记忆力训练教程
300 套教学说课 PPT 模板	123 套医学护理 PPT 模板	AE 动态模板微信 2270291360
毕业论文资料礼包	教师资格证重点笔记+易错题集	表情包制作教程
吉他自学教程（送 6000 谱）	钢琴自学教程（送 1000 谱）	区块链从入门到精通资料
2000 部 TED 演讲视频合集	Excel 从入门到精通自学教程	单片机教程
230 套可视化 Excel 模板	1000 款 PR 预设+音效	1000 份实习报告模板
手绘自学教程微信 1131084518	单反从入门到精通教程	人力资源管理师备考资料
英语口语自学攻略	粤语 0 基础从入门到精通教程	证券从业资格证备考资料
日语自学教程	韩语自学教程	PHP 从入门到精通教程
法语学习资料	西班牙语学习资料	炒股+投资理财从入门到精通教程
全国翻译专业资格考试备考资料	BEC 初级+中级+高级全套备考资料	大数据学习资料
SPSS 自学必备教程	Origin 自学必备教程	会计实操资料
LaTeX 全套教程+模板	EndNote 教程+模板	小提琴 0 基础入门自学教程
GRE 超全备考资料	200 份医学习题合集	司考备考资料

思维导图教程＋素材	20000 份行业研究报告	一级造价工程师备考资料

上万 GB 教学资料（均全套,非杂乱）免费领取微信 1131084518

《闪电式百万富翁》实战版+升级版

易经+道德经+易学名师全集+风水学+算命学+起名+++等等（全套 1000 多 GB）

心理学+NLP 教练技术+精神分析+亲子家庭教育+催眠+++等等（更新超 2000GB）

大学-已更新至 9333 个课程+高中+初中+小学-全套资料（超过 2 万 GB）

陈安之	曾仕强	马云	杜云生	翟鸿燊	刘一秒	俞凌雄
王健林	余世维	雷军	周文强	安东尼罗宾	董明珠	李嘉诚
徐鹤宁	冯晓强	李践	刘克亚	罗伯特清崎	戴志强	李伟贤
苏引华	史玉柱	李强	俞敏洪	杰亚伯拉罕	周鸿祎	唐骏
梁凯恩	陈永亮	傅佩荣	贾长松	易发久	李彦宏	湖畔大学
李开复	聂枭	悟空道场	魏星	姬剑晶	其他名师全集	其他资料下载
王兴	王智华	智多星	陈文强	周导		微信 2270291360
泡妞	撩汉	泡仔	房中术	性福课	驻容术	泡妞撩汉性福合集

注：太多了，无法全部一一列出。。。

全套专题系列【微信 1131084518】

记忆力训练	形象礼仪	健康养生	企业管理	沟通技巧
演讲与口才	经理修炼	MBA 讲座	时间管理	战略经营
企业文化	销售心理	管理素质	国学讲座	执行力
团队管理	领导艺术	员工激励	潜能激发	谈判技巧
绩效管理	薪酬管理	43 份直销制度	电话销售	人力管理
客户服务	创业指南	市场营销	餐饮管理	保险讲座
品牌营销	酒店管理	汽车 4S 店	众筹资料	销售技巧

兴趣爱好：	钓鱼教程	魔术教学	炒股教学	美术教学	书法教学
音乐乐器：	萨克斯教学	电子琴教学	小提琴	古筝教学	钢琴教学
	吉他教学				
体育运动：	篮球教学	足球教学	羽毛球教学	兵乓球教学	太极拳教学
	围棋教学	高尔夫球			
生活实用：	插花教学	茶艺-茶道	唱歌教学	单反相机摄影	毛线编织
	小吃+美食				
语言学习：	英语				
电脑 IT：	办公 office	PS 美工教学			

暗号：666

免费领取资料微信

1131084518

微信1131084518

撩汉liaohan.net

最好资源zuihaoziyuan.com

如果群里报告过期

请加微信联系我索取最新

1、每日微信群内分享7+最新重磅报告;

2、每日分享当日华尔街日报、金融时报

3、如果看到群里报告过期了，请扫码联系

4、行研报告均为公开版，权利归原作者所有，仅分发做内部学习

扫一扫二维码后台回复 加群

加入“研究报告”微信报告群。